

投行表现出色，自营变现浮盈

——宏源证券（000562）2010年中报点评——

中性（维持）

点评：

- **上半年营收增 30.32%，净利润增 40.13%。**公司发布 2010 年半年度报告，上半年实现营业收入 7.31 亿元，同比增长 30.32%；归属于上市公司股东的净利润为 4.91 亿元，同比增长 40.13%；基本每股收益 0.50 元；归属于上市公司股东的每股净资产 4.49 元，比期初增加 0.39%；加权平均净资产收益率 10.82%，比上年同期上升 1.15 个百分点。
- **经纪好于预期，投行业务发力。**上半年经纪业务净收入 8.15 亿元，同比下降 13.93%；承销与保荐业务净收入 3.23 亿元，同比增长 10.46 倍；投资净收益（含公允价值变动收益、剔除对联营合营企业的投资收益）3.76 亿元，同比增长 68.60%；资产管理业务净收入 3902.83 万元，去年同期无此项收入；利息净收入 8021.06 万元，同比增长 9.40%；其他综合收益 -3.04 亿元，去年同期为 3.09 亿元；综合收益 4.27 亿元，同比减少 48.58%。
- **上半年经纪业务营收贡献 42.77%，市场占有率上升 2.27%，佣金下滑 7.19%。**上半年宏源证券股票、债券、基金及权证四项合计交易额 6629.873 亿元，其中股票交易额 5965.311 亿元，股票交易市场占有率 1.326%，比 2009 年全年市场占有率提高 0.029 个百分点。Wind 统计的 102 家券商中，公司上半年市场占有率行业排名第 23，在 13 家上市券商中排名第 8。上半年公司平均净佣金 0.1229%，比 2009 年平均水平下降 7.19%，降幅低于行业平均降幅且绝对佣金水平基本处于高位，随着竞争加剧且营业部开设西进，公司现有佣金水平将面临较大挑战。此外，公司一季度佣金水平为 0.1223%，二季度为 0.1213%，降佣集中在一季度。
- **自营业务营收贡献 21.99%，自营规模微降 9.74%，自营投资风格谨慎。**期末两项金融资产合计 51.25 亿元，比期初减少 9.74%。其中，交易性金融资产 37.82 亿元，占总投资规模比例为 73.78%。配置上以债券为主，上半年公司债券、股票、基金以及其他类资产配置比例分别为 67.32%、20.62%、1.52%和 10.54%。
- **投行业务营收贡献 18.90%，同比增长 10.46 倍，业务及管理费用同比增长 22.83%，管理费用率 38.31%。**上半年，宏源证券募资金额/发行规模合计 139.65 亿元，承销项目 16 个。其中，首发 8 个，增发 1 个，债券发行 7 个。截至 2010 年 8 月 6 日，宏源证券承销与保荐金额及家数均位于行业第 10 名，在上市券商中排名为第 6。上半年公司业务及管理费用 6.55 亿元，同比增长 22.83%；业务及管理费用率 38.31%，同比增加 2.34 个百分点，比去年全年降低 2.77 个百分点。
- **上半年公司经纪业务好于预期，投行业务表现出色，自营业务变现浮盈且可供出售金融资产上尚存大量浮亏而未计入利润表。**再融资后公司资本实力大大提高，尽管公司或将成为第三批两融试点，但短期内创新业务对公司增量业绩有限，且直投与资管业务尚在起步期，当前宏源证券在券商板块中估值 不占优，维持“中性”评级。

研究员

王大力

执业证号：S1250208120167

电话：010-57631183

邮箱：wdl@swsc.com.cn

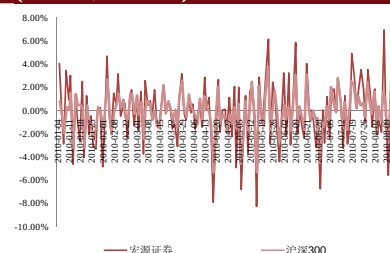
丁小玲

执业证号：S1250109071097

电话：023-63786043

邮箱：dxling@swsc.com.cn

宏源证券及沪深 300 指数运行趋势 (2010 年初至今)

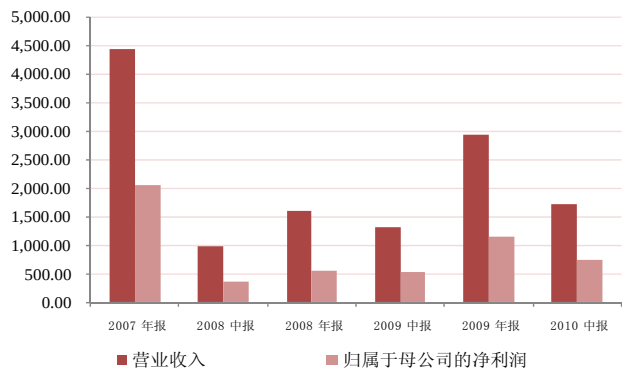


资料来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

上市券商及行业指数 alpha-beta

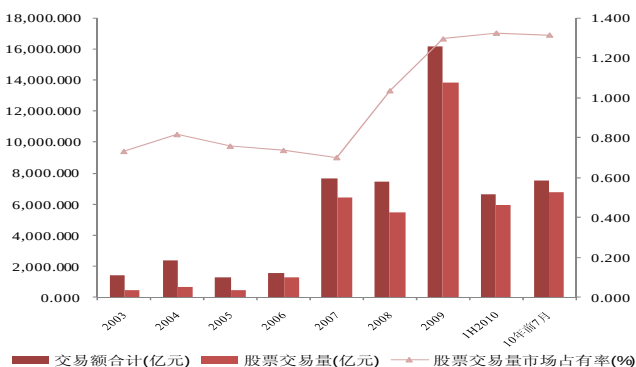
证券代码	证券公司	alpha(%)	beta
000562	宏源证券	9.29	1.57
600999	招商证券	3.34	1.12
000686	东北证券	2.85	1.45
600369	西南证券	0.90	1.18
000783	长江证券	-6.97	1.42
000728	国元证券	-8.70	1.40
601099	太平洋	-10.18	1.39
601788	光大证券	-10.81	1.38
000776	广发证券	-12.51	1.49
600109	国金证券	-14.55	1.39
600030	中信证券	-18.07	1.26
601688	华泰证券	-20.47	1.52
600837	海通证券	-27.62	1.33
	证券行业	-12.07	1.34

图 1: 宏源证券历年营业收入及归属于母公司净利润变化趋势 (2007Y-1H2010)



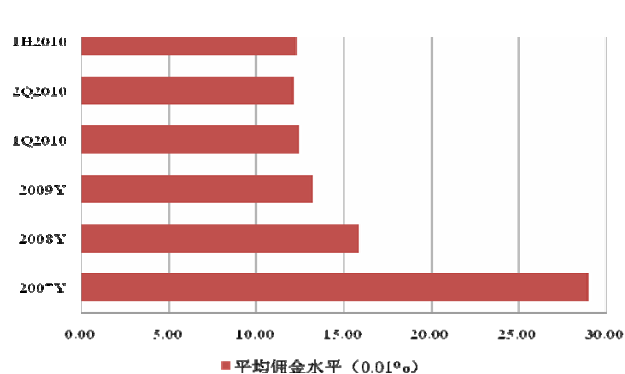
资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 3: 上半年经纪业务市场占有率微升 2.27% (2003Y-1H2010)



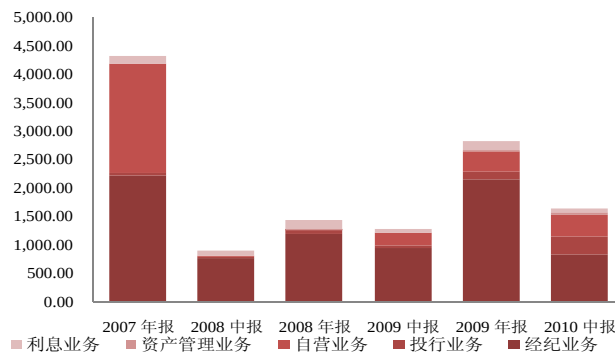
资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 5: 宏源证券平均净佣金水平 0.1229%, 比 09 年平均水平下降 7.19% (1H2010)



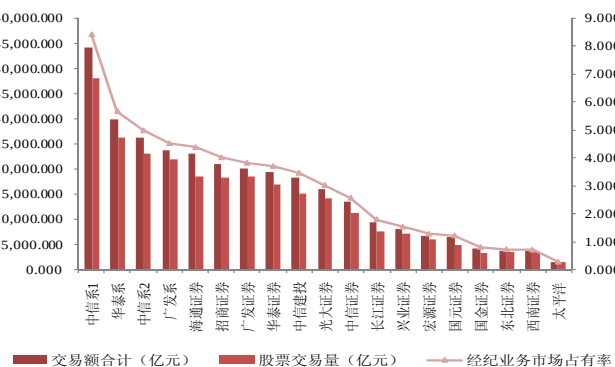
资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 2: 宏源证券上半年以经纪、自营、投行为主, 三者营收贡献分别为 47.71%、21.99%和 18.90% (1H2010)



资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

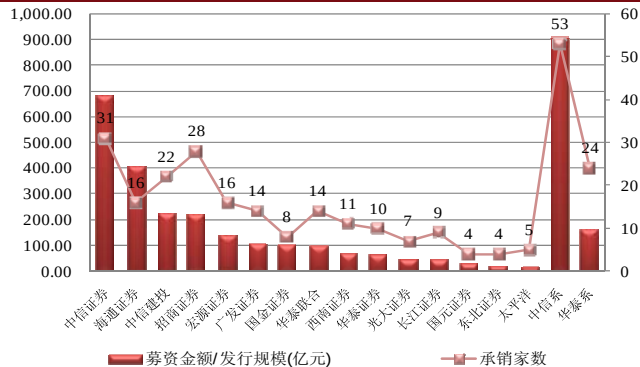
图 4: 上半年经纪业务成交额及市场占有率在上市券商中排名第 8 位 (1H2010)



资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

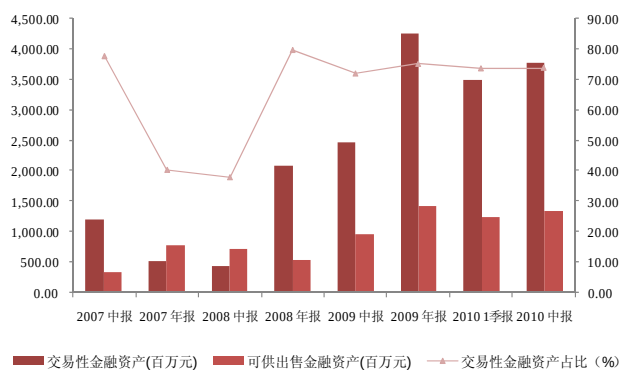
备注: 中信系 1——含中信建投; 中信系 2——不含中信建投

图 6: 宏源证券投行业绩同比增长 10.46 倍, 在上市券商中承销保荐金额和家数排名均为第 6. (1H2010)



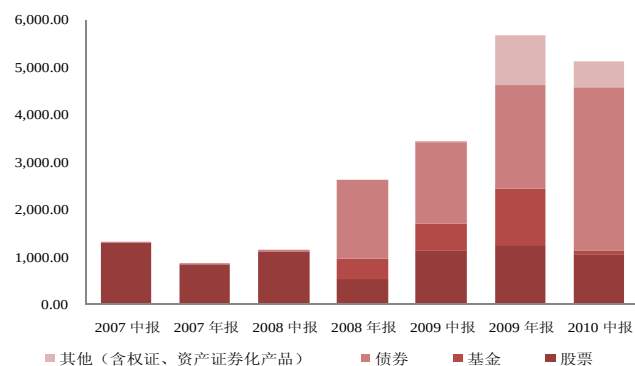
资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 7: 自营持仓规模比期初减少 9.74%, 交易性金融资产比期初减少 11.24% (2007Y-1H2010)



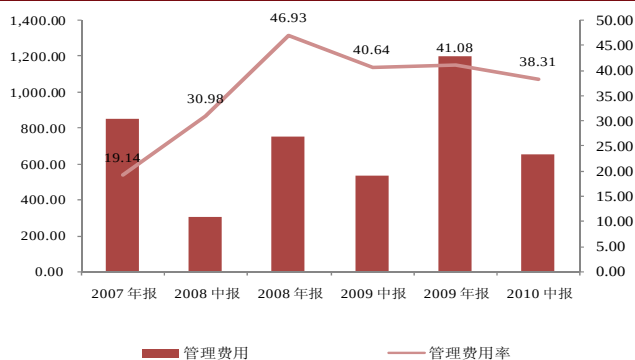
资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 8: 自营投资风格相对谨慎, 以债券投资为主, 上半年增仓债券投资 (2007Y-1H2010)



资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 9: 业务及管理费用同比增长 22.83%, 管理费用率为 38.31% (1H2010)



资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

表 1: 券商板块盈利预测与估值情况表

证券代码	证券名称	每股收益		最近一期末每股净资产	8 月 13 日收盘价	PE		PB	评级
		2008 年	2009 年			2008 年	2009 年		
000562.SZ	宏源证券	0.37	0.79	4.49	16.98	45.89	21.49	3.78	中性
000686.SZ	东北证券	0.71	1.43	4.67	22.84	32.17	15.97	4.89	中性
000728.SZ	国元证券	0.36	0.69	6.83	12.55	34.86	18.19	1.84	增持
000776.SZ	广发证券	1.26	1.87	6.46	30.56	24.25	16.34	4.73	中性
000783.SZ	长江证券	0.42	0.80	4.04	11.62	27.67	14.53	2.88	中性
600030.SH	中信证券	0.73	0.90	6.03	12.22	16.74	13.58	2.03	中性
600109.SH	国金证券	0.76	0.52	2.69	14.41	18.96	27.71	5.36	中性
600837.SH	海通证券	0.4	0.55	5.24	9.71	24.28	17.65	1.85	增持
600999.SH	招商证券	0.63	1.14	6.00	21.43	34.02	18.80	3.57	中性
601099.SH	太平洋	-0.43	0.27	1.21	11.85	—	43.89	9.79	无评级
601688.SH	华泰证券	0.28	0.82	5.47	14.10	50.36	17.20	2.58	中性
601788.SH	光大证券	0.47	0.92	6.28	15.92	33.87	17.30	2.54	中性

资料来源: wind 资讯, 公司公告, 维赛特财经, 大智慧, 西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100140

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>